

证券研究报告

债券研究

点评报告

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人
联系电话: +86 13636449361
邮箱: zhoulj@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中长期信贷不足仍拖累金融数据, 但四季度社融或将反弹

——2021年9月金融数据点评

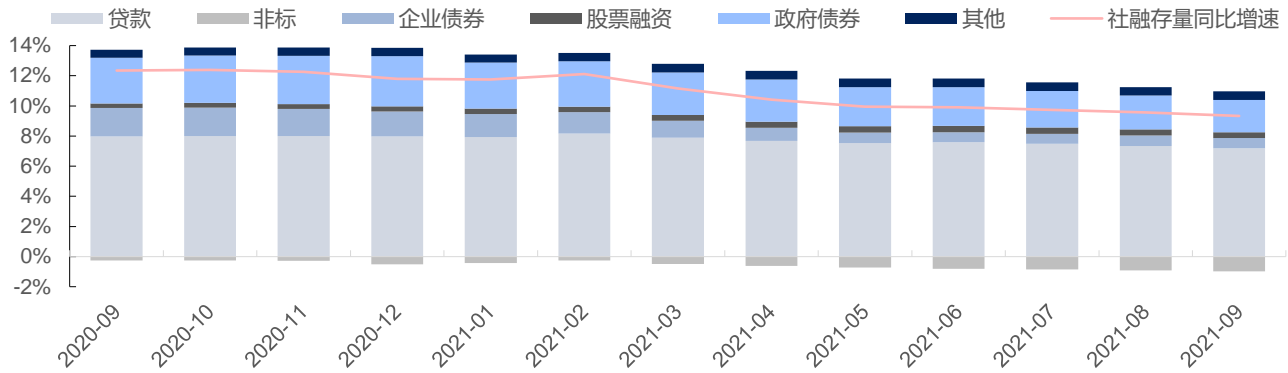
2021年10月14日

点评:

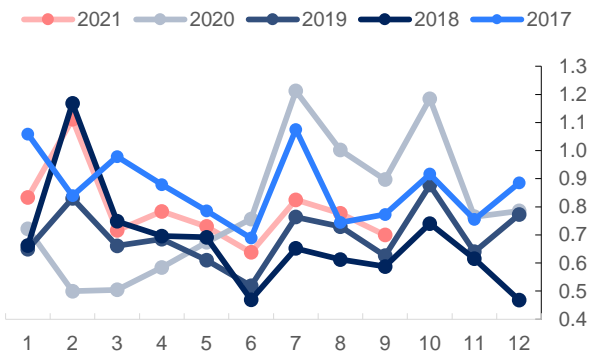
- **9月新增社融低于预期, 同比增速降至10%, 信贷和政府债仍为主要拖累项, 但非标收缩速度亦超过预期。**9月新增社融2.9万亿, 低于市场预期3.24万亿, 同比少增5693亿; 社融存量同比增长10%, 较上月回落0.3个百分点。9月新增人民币贷款、政府债同比分别少增1397亿、2007亿, 拖累社融增速0.14、0.10个百分点, 仍为社融增速下滑的主要贡献项。此外, 非标收缩速度超预期成为9月新增社融不及预期的主要原因, 9月新增信托贷款同比多减970亿元、表外票据融资同比少增1488亿元。
- **9月信贷同比降幅扩大, 虽然季末票据继续冲量, 但中长期贷款不足继续拖累信贷增速。**尽管如此, 但当前中长期信贷占比仍高于18-19年同期, 尚不能推断实体融资需求已失速。9月, 新增人民币贷款1.66万亿元, 低于市场预期1.93万亿, 同比少增2400亿元。尽管票据融资同比仍多增接近4000亿, 但居民、企业中长贷同比降幅进一步扩大至1695亿、3732亿, 信贷结构持续恶化。但从中长期贷款占比走势来看, 9月中长期贷款占比约70%, 虽明显低于去年同期90%, 但仍高于2018、2019年同期; 此外, 央行公布的三季度贷款需求指数环比继续下滑至68.3%, 但同比增速基本持平, 均显示尽管当前实体融资需求仍然偏弱, 但尚不能推断其已失速。而9月短贷边际所改善, 9月居民短贷新增3219亿元, 同比少增175亿元, 同比降幅较上月明显收窄, 显示随着疫情逐步得到控制, 叠加假期因素影响, 居民消费边际改善; 9月新增企业短期贷款1826亿元, 同比仍小幅多增552亿元。
- **M1继续回落, M2增速大致持平, M1-M2剪刀差继续收窄。**9月, M1较上月回落0.5个百分点至3.7%, 创近20个月以来新低, 一方面9月制造业PMI降至荣枯线下方, 企业经营活跃度或有放缓; 另一方面地产政策限制的背景下居民存款向企业存款转化的规模缩小。9月M2同比仅小幅回升0.1个百分点至8.3%, M1-M2剪刀差继续收窄。存款方面, 9月居民存款、非银存款同比分别多增1240亿、2508亿, 但企业存款同比减少近5000亿, 此外9月财政存款同比多增3286亿元。
- **9月社融增速或已触底, 四季度政府债供给放量、按揭政策边际调整或带动社融增速或小幅反弹, 全年增速或在11%左右。**尽管9月社融仍在继续下行, 但当前10%的增速或已触底。展望四季度, 一方面政府债供给放量或将成为社融增速回升的主要贡献, 根据我们此前的研究《专项债还会爽约吗? ——四季度政府债券发行展望》, 多数地区都计划将年内剩余新增专项债额度于年内发行完毕, 且从目前已公布的发行计划来看发行时间主要集中于10月、11月; 此外考虑7、8月财政支出边际已有所改善, 预计根据政治局会议关于财政政策提升效能、合理把握预算内投资的要

求，四季度国债发行仍有进一步上行空间，而 10 月已公布的关键期限国债及贴现国债发行规模均有所增加，综合考虑预计四季度政府债净融资规模或仍达 2.9 万亿，远高于去年同期的 1.66 万亿，将成为四季度社融增速回升的重要支撑。

- 另一方面，四季度信贷投放对社融增速的拖累或将有所减轻。一是在近期地产销售加速下行的情况下，部分地区住房按揭贷款的政策可能会出现一定变化，事实上 8 月以来已有多个城市发布房价“限跌令”；二是支持实体经济的结构性工具的使用也将对稳信贷有一定支持。此外，考虑去年 11 月永煤违约风险事件发生后，信用债发行的低基数效应，也将使剩余月份企业债融资对社融增速也将形成一定的正向贡献。因此，我们认为 9 月 10% 的社融增速或已是全年底部，10 月开始可能会小幅反弹，截至年末增速或在 11% 左右。
- **风险因素：** 四季度政府债发行不及预期。

图 1：9 月信贷、政府债为社融增速主要拖累项


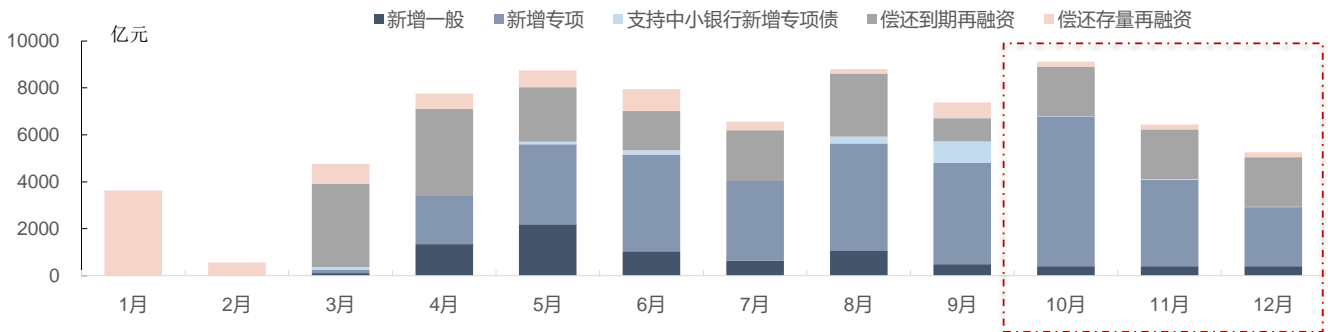
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：9 月中长期贷款占比仍高于 18、19 年同期


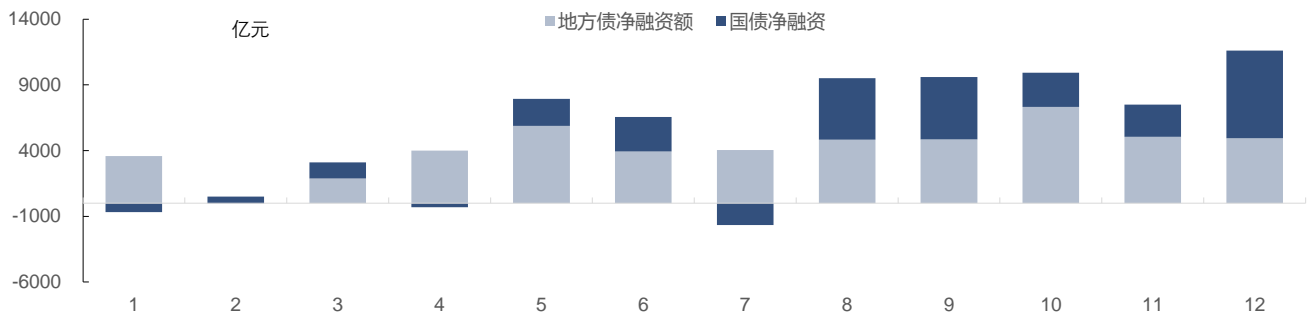
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：三季度贷款需求指数同比增速基本持平

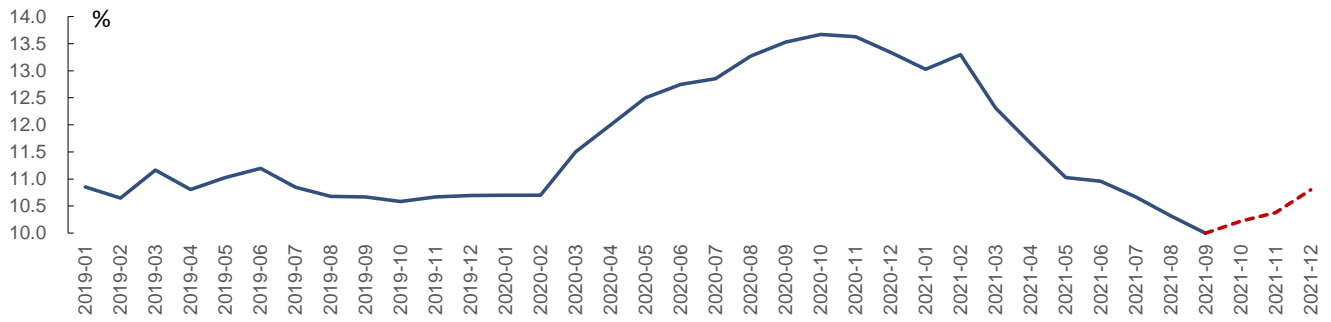

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：四季度地方债发行规模或接近于 Q3，节奏上主要集中于 10 月


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：四季度政府债净融资规模分布相对较为均匀，12 月或为全年政府债净融资高峰


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：四季度社融增速或小幅回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27703



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>